

海外投資家の国債保有促進策¹

矢尾祐樹²

¹ 本稿は平成 21 年度「霞ヶ関インターンシップ」における実習成果に基づいて作成したものである。筆者は平成 21 年 7 月から 8 月に財務省理財局国債企画課にて 2 週間の実習に参加した。リサーチペーパー指導教官の岩本康志教授（東京大学）、また財務省理財局国債企画課及び国債業務課の職員の方々には本稿の執筆に当たって多数の助言を頂いた。記して謝意を表したい。なお、本稿における主張、および誤りは全て筆者に帰するものである。

² 東京大学公共政策大学院 経済政策コース

概要

1990年代からの経済対策により増大した公債債務残高は、一時横ばいの傾向を見せたものの、世界的な不況の中で再び増加に転じ、平成21年度補正予算見込みでは721兆円と過去最高の値になっている。また、一度は減少に向かった公債依存度も、平成21年度当初予算ベースにおける公債依存度は37.6%となっている。このような状況の我が国の政府債務の持続可能性が疑問視する声もあり、この点について最新の研究には、Broda and Weinstein (2004)、土居 (2006) があるが、いずれも財政再建のために増税が必要としている。

一方で財政状況を国債市場から見てみると、日本の金利はここ10年では比較的低位で安定している。この点について、OECD (2009) は、国内の貯蓄が豊富でありホームバイアスによって国内に資金が止まっていること、国債の約半分が公的部門に保有されており純債務が粗債務よりも小さいこと、などを挙げている。

続けてOECD (2009) は、将来的には、景気回復と資金需要の回復に伴って長期金利は次第に上昇し、2010年終わりまでに2.2%まで上昇するという仮定の下では、粗債務残高はGDP比200%になるだろうと予測している。加えて、債務残高水準の増加は、将来の大きな金利上昇のリスクを高めるとしている。また、ホームバイアスが弱まったり、金融機関の国債購入が弱まったりすれば、金利の上昇に繋がる可能性があり、将来の金利上昇のリスクは財政赤字の克服の取り組みに緊急性を添えんとしている。

以上のように、財政再建が求められている現在であるが、今後の財政運営は政権交代直後であるということもあり不透明である。このような環境の中でも、財務省は国債を安定的に消化出来るように国債管理政策を行っている。

国債管理政策の目的は、「資金調達コストの最小化」と「リスクの抑制」の2つに集約される。この2つのどちらが特に重視されるべきかについて須藤 (2007) は、財政再建を前提とした場合には、非ケインズ効果によって財政再建自体が国債管理上のマーケットリスク、借換リスクなどのリスク抑制に働くのだから、国債管理政策の主目的は調達コストの最小化に置くべきだとする。一方で財政再建が進まなかった場合には、市場は国債金利に対して相当のリスク・プレミアムを要求すると考えられるので、国債管理政策の主目的はリスク抑制に置かざるを得ないとしている。

IMF (2009) は、2014年時点での純債務残高対GDP比は143.5%とG7中最大であるという見通しを立てている。このようにすぐさま財政再建が進むとは言えない見通しの下では、リスクを抑制することが先決であろう。

そこで、国債保有層の多様化を通して、マーケットリスクを低下させる取り組みが必要であると考えられる。特に海外投資家は、国内都市銀行と投資行動が異なることが財務省 (2009) で示されており、保有層多様化のターゲットとして望ましいと考えられる。

また、リスクの抑制とは別に、いずれ国内投資家が国債を買い支えることが出来るのではないかと懸念があることも、海外投資家の保有促進を図るべき根拠の一つであると筆者は考える。実際、国内都市銀行や生命保険は近年貸付を減らして国債に振り分ける資金を増加させているが、どの程度まで国債を保有できるかは不透明である。特に生命保険は、今後人口が減少する中で投資の原資を減らしていくと予想されるので生命保険からの国債へ流れる資金は将来的には減少するだろう。一方で、国際比較の面からは、日本は国債の海外投資家の保有率が低く、保有率を伸ばす余地があるのではと考えられる。

日本国債の海外 I R 以外に、海外投資家に日本国債を保有してもらうためには、海外投資家が積極的に購入したいという新商品を開発することが近道なのではないかと筆者は考える。そこで今回は、I R とは別の側面として、国債の新商品の開発又は商品性を見直しという観点から保有促進策を検討した。具体的には、海外投資家がより購入したいと思う商品として、外貨建て国債、商品性を見直した物価連動債の両案について比較検討を行った。

外貨建て国債案では、米国債の利回りに上乗せを設定して発行することを検討した。これは海外投資家に保有させる手段としては容易な方法である。しかしながら、この案は調達コストが大きくなる可能性がある。具体的には、直近一ヶ月の米国債 10 年物利回りが 3.2% ~ 3.5% である一方、日本の円建て債 10 年物の利回りが 1.2% ~ 1.4% であることを考慮すると、為替リスクを無視したとしても 2 倍以上の利払いが発生することになる。従って、現時点では発行を行う必要は小さいと考えられる。

商品性を見直した物価連動債案では、元本保証を付与した物価連動債発行案を検討した。提案の理由は以下の通りである：現状の元本保証がない物価連動債が、主に海外投資家によって保有されていたと言われている一方で、国内投資家の保有が進まなかったという現状がある。したがって、海外投資家には物価連動債に対する一定のニーズがあると考えられるため、元本保証を付与することで、国内投資家の需要を喚起しつつも、既存の固定利付債の市場よりも多くの割合の債券を海外投資家へさせること、および安定的な市場の創出ができるのではないかと考えるためである。

また、国内の投資家は、過去 10 年以上、安定的な物価上昇を経験していないので、インフレ予想を立てることが難しいと考えられるが、海外投資家はそうではないことから、物価連動債に対する需要はあると考えられることも理由としてある。

現在、国内・海外投資家から物価連動債の商品性を見直しを求める声が出ている。物価連動債市場は国内投資家が不在だったために、金融危機時に海外投資家が手放した時に代替の買い手があまりつかなかったと言われている。そのため、海外投資家は物価連動債によって大きく損失をだし、現状では市場で割安な価格で取引されているにもかかわらず購入しようとしない。そこで、元本保証の付与についての、および国内投資家不在の現状について検討し、海外投資家に販路を広げることができるのではと筆者は考えた。

一つが、元本保証の付与である。海外投資家としては、現状のようにコア CPI 前年比がマイナスと予想されている現状では物価連動債を購入することは不利と考えているということであろう。この点について、現在の日本の状況と似た状況にあったスウェーデンの事例を取り上げた。スウェーデンの事例では、元本保証の付与を含めた一連の物価連動債に関する改革が、物価連動債市場の価格の安定に繋がったとしている。

もう一つは、国内投資家不在の現状についてである。コアとなるような国内投資家がいなかったことにより、流動性に問題を抱えていると海外投資家は考えていると思われる。国内投資家からの需要については、今後の物価連動債市場の動向如何では、国内投資家に強い影響力を持つ GPIF からの投資も考えられる。そのためには、元本保証などの商品性を見直しを通して、物価連動債市場の拡大に取り組んでいくことが望ましいと考えられる。

以上のように、今回の提案では、元本保証付き物価連動債の発行は、外貨建て国債と比べても、海外投資家の保有促進策としては有効であると考えられるとした。

目次

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 日本財政の現状と海外投資家の国債保有促進の必要性..... | 5 |
| 1.1. 財政再建の必要性と国債管理政策..... | 5 |
| 1.2. 国債管理政策と保有者層の多様化の必要性..... | 6 |
| 1.3. 海外投資家の国債保有促進の必要性..... | 7 |
| 1.4. 現在実施している海外投資家促進策..... | 10 |
| 2. 外貨建て国債発行案..... | 11 |
| 2.1. 外貨建て国債に関する現状..... | 11 |
| 2.2. 海外における外貨建て国債に関する現状..... | 11 |
| 2.3. 外貨建て国債を発行による負担の推計..... | 11 |
| 2.4. まとめ..... | 12 |
| 3. 元本保証を付与した物価連動債発行案..... | 12 |
| 3.1. 物価連動債を海外投資家の保有促進策として提案する理由..... | 12 |
| 3.2. 物価連動債とは..... | 13 |
| 3.3. 日本の物価連動債の現状..... | 13 |
| 3.4. 物価連動債の問題点と海外投資家からの要望..... | 14 |
| 3.5. 元本保証の付与の検討..... | 14 |
| 3.6. 国内投資家からの需要について..... | 16 |
| 3.7. まとめ..... | 17 |
| 4. 結論..... | 17 |
| 参考文献..... | 18 |

1. 日本財政の現状と海外投資家の国債保有促進の必要性

1.1. 財政再建の必要性と国債管理政策

1990年代からの経済対策により増大した公債債務残高は、一時横ばいの傾向を見せたものの、世界的な不況の中で再び増加に転じ、平成21年度補正予算後見込みでは721兆円³と過去最高となっている。また、一度は減少に向かった公債依存度も、平成21年度当初予算ベースで37.6%となっている。政権交代前の政府においては2011年度までに達成するとしていた国と地方を合わせた基礎的財政収支(プライマリーバランス)の黒字化の目標についても達成はほぼ困難である。さらに、今後の高齢化の進展に伴い、社会保障関係費の増加による財政の硬直化が懸念されている。こうした状況において、我が国の財政運営は政府債務の持続可能性を疑問視する声もある。

日本における政府債務の持続可能性に関する最新の議論には、Broda and Weinstein(2004)、および土居(2006)がある。Broda and Weinstein(2004)では、日本の政府債務の持続可能性はメディアで述べられているような悲観的なものではないとしている。具体的には以下の通りである。財政が持続可能であることの定義を、Blanchard et al(1990)に従って、有限の将来における純債務残高が現時点の純債務残高に再び収束することとする。また財政再建の手段を増税に限るとする。2002年から100年後までを想定すると、その間に一旦どこまで純債務残高対GDP比が上昇するのを許容するか、その間の人口動態や利子率、名目経済成長率の変遷にもよるが、GDP比35%の税収があれば十分であるとしている。そしてこれは1997年時点のOECD諸国の平均より少し低い程度である。

一方で、土居(2006)は、Broda and Weinstein(2004)には楽観的な設定が含まれているとして、より客観的に検証し直した。そしてBroda and Weinstein(2004)は政府債務を純債務として設定していたり、直近の財政悪化を加味していない点などがあって、将来の財政負担について若干楽観的な結果であるとした。特に、政府資産売却収入を償還財源に充てない政策運営を想定すれば、Broda and Weinstein(2004)を土居が追試した結果に比べて、政府収入対GDP比が1%弱高くなっている。

このように近年の研究は、財政再建自体は可能としているが、増税等の財政再建なしに政府債務が持続可能である状況には無いといえる。

債務が拡大していく財政状況を、日本の国債市場に焦点をあてて見てみよう。もし国債を購入する人たちが景気の先行きに不安を持っていて、国債のデフォルトのリスクがあると考えているとすると、信用リスク増加を反映してリスク・プレミアムが大きくなる結果、長期金利は上昇するだろう。しかしながら、10年物の国債名目利回りは1999年以降2%以下の水準で推移しており、また、金融危機後の現在でも1.3~1.4%の水準で推移するなど、10年近く安定的に推移している。一方で、日本同様に金融危機の影響下にある現在のアメリカ・イギリス・ドイツの10年物国債は利回り3%台で推移している。

このように、公債残高が2009年時点で対GDP比174%とOECD中最大であるにも関わらず、低金利で長期間推移している理由として、OECD(2009)は以下の説明を挙げている。

1. 国内の貯蓄が豊富にあること、かつホームバイアス⁴によってこの貯蓄が国内に留まっていること。
なお2000年からは貯蓄率は大幅に減少したものの、企業のsurplus savingの増加によって打ち消されていること。
2. 国債の約半分が公的部門に所有されており、この分を国の資産として差し引いた純債務は粗債務

³ 普通国債および財政投融资特別会計国債の合計

⁴ 投資家が自国の資産に多くの自己資金をふりかける傾向のこと

(Gross debt)よりもとても小さいこと⁵。のこりの保有者は民間の金融機関に比較的集中しているが、これはリスクのない商品である国債が BIS 規制の存在およびデフレ下の状況にあるために、銀行が保有するインセンティブが多いためである。

3. 金融危機下においては他の資産からより安全な資産である国債に移ったため。

そして、これに続けて OECD(2009)は、将来的には、景気回復と資金需要の回復に伴って長期金利は次第に上昇し、2010 年終わりまでに 2.2%まで上昇すると仮定している。また、この仮定の下では粗債務残高は GDP 比 200%になるだろうと予測しており、債務残高水準の増加は、将来の大きな金利上昇のリスクを高めるとしている。また、ホームバイアスが弱まったり、金融機関の国債購入が弱まったりすれば、金利の上昇に繋がる可能性があり、将来の金利上昇のリスクは財政赤字の克服の取り組みに緊急性を添えんとする。

以上のように、財政再建が求められている現在であるが、今後の財政運営は政権交代直後であるということもあり不透明である。このような環境の中でも、財務省は国債を安定的に消化出来るように国債管理政策を行っている。

1.2. 国債管理政策と保有者層の多様化の必要性

国債管理政策の目的について、須藤(2007)は各種文献を引用した上で、以下の 4 つを挙げている。

1. 政府の資金調達を満たすこと
2. 資金調達コストを最小化すること
3. (資金調達に伴う)リスクを許容範囲に抑えること
4. 市場の効率性を促進すること

そして、1, は「予算リスク・借款リスク, 信用リスク」の抑制, 4, は「マーケットリスク, 流動性リスク」の抑制に換言されるとすれば、以上 4 つの目的は「資金調達コストの最小化」と「リスクの抑制」の 2 つに集約されることとなる、とする。そして須藤が強調することは、この 2 つの目的が背反する関係にあるということである。たとえば現在の日本のように、国債の利回りがその国債の年限の長さに従って高くなっている場合、短期債を発行する方が長期債を発行するより金利による調達コストは低くなる。しかし、短期債を発行すると、長期債を発行するよりも頻繁に借り換えを行う必要があるため、マーケットリスク⁶や借換リスク⁷が高くなってしまふ。

「資金調達のコストの最小化」と「リスクの抑制」という、対立する 2 つの目的のどちらをより重視すべきかについて、須藤(2007)は、第 1 章の結論において、財政再建を前提とした場合には、非ケイン

⁵ OECD(2009)では、2007 年 10 月 1 日に民営化された日本郵政(旧日本郵政公社)を公的部門に分類している。これは、SNA に基づくと、形の上では民営化されている会社でも、株式の大多数を政府が保有している場合には公的部門となるからである。実際、執筆時点では国が 100%の株式を保有しており、日本郵政の保有する資産が国のものであると見なせる。

⁶ マーケットリスクとは「金利, 為替レート, 商品価格などの価格変動が債務のコストに及ぼすリスク。」須藤(2007), p6

⁷ 借換リスクとは、「非常に高金利で借り換えなければならないリスク(マーケットリスクとも重複する), または 需要が十分ないために借り換えることができないリスク。」同上

ズ効果によって財政再建自体が国債管理上のマーケットリスク，借換リスクなどのリスク抑制に働くのだから，国債管理政策の主目的は調達コストの最小化に置くべきだとする。一方で財政再建が進まなかった場合には，市場は国債金利に対して相応のリスク・プレミアムを要求すると考えられるので，国債管理政策の主目的はリスク抑制に置かざるを得ないとしている。後者の点について，the IMF and the World Bank(2001)も，債務残高が大きく経済ショックに対する脆弱性が高い国ほど潜在的なリスクが大きいため，コスト抑制よりリスク抑制に重きを置くべきとしている。

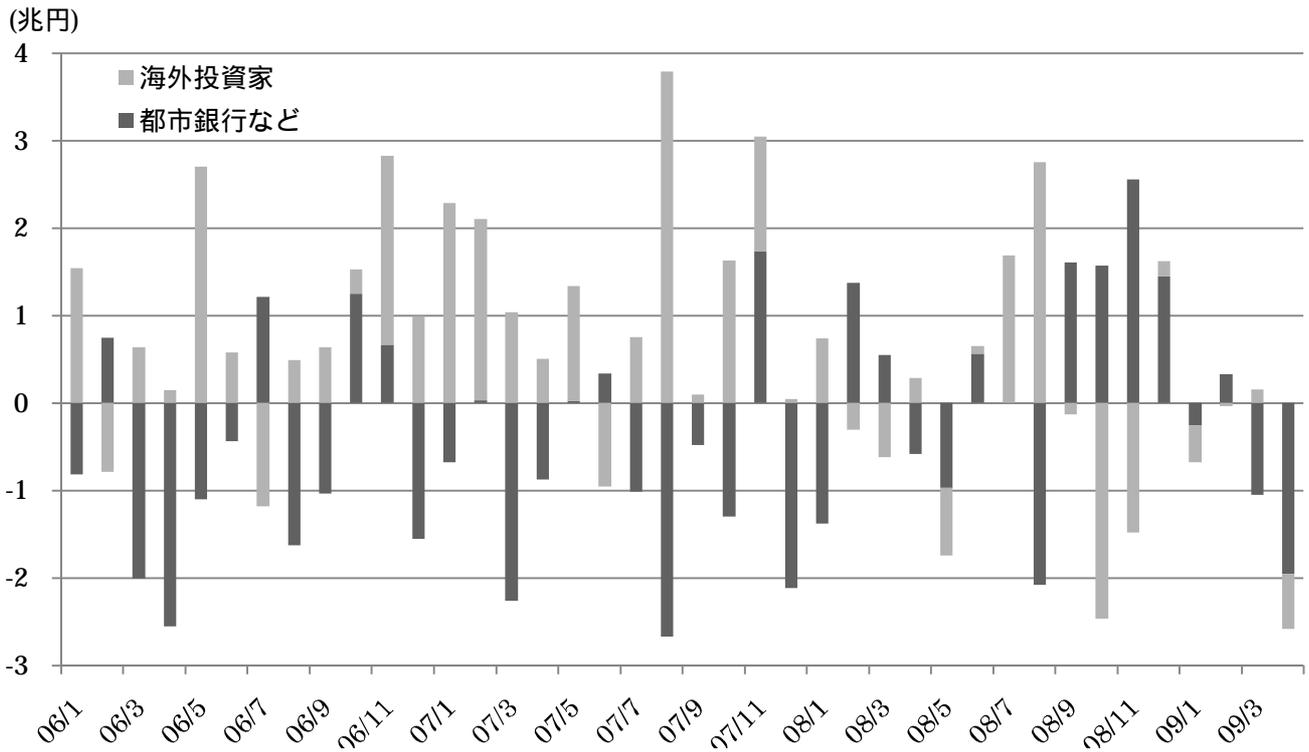
IMF が 2009 年 10 月に発表した“World Economic Outlook October 2009”では，日本の 2014 年における純債務残高対 GDP 比は 143.5%と，G7 中最大であるという見通しを立てている。このように財政再建が急激に進むとは言えない見通しの下では，リスクを抑制することが先決であろう。

1.3. 海外投資家の国債保有促進の必要性

リスクの抑制手段の一つとして挙げられるのが，国債の保有者層の多様化を通してマーケットリスクを低下させることである。保有層の多様化によってリスクを低下させることが出来る理由は以下の通りである：投資家の行動はその事業形態や，自国の機関であるか外国の機関であるかによって異なる。国債の保有者層が非常に似通っている場合，市場で何らかのショックが発生した場合に，投資家はそろって国債を売却しようとし，買い支える投資家が少ないということが考えられる。このとき，市場での国債の価格が大幅に下がり，そのため，国債を新規に発行する際の発行コストが大きくなってしまう。従って，様々な事業形態・自国外国の機関に国債を保有させることがマーケットリスクを低下させる面からは望ましい。

特に，海外投資家について，財務省理財局(2009)では，都市銀行と海外投資家の投資行動が異なることを挙げている。(図 1 参照)このように，海外投資家の保有促進はマーケットリスクの低下に繋がると考えられる。

図 1 海外投資家と国内都市銀行等の国債売買動向の比較



(出典) 日本証券業協会

(注1) 国庫短期証券(平成21年1月以前は割引短期国債及び政府短期証券)を除く

(注2) 「都市銀行等」とは、都市銀行、あおぞら銀行、新生銀行を指す。

また、いずれ国内投資家が将来国債を買い支えることが出来なくなるのではないか、という懸念があることも、国債の保有者層の多様化が必要な理由であると筆者は考える。以下に、都市銀行の保有資産の構成の推移、および国内生命保険会社の保有資産の構成の推移を示す。

図 2 都市銀行保有資産の構成の推移

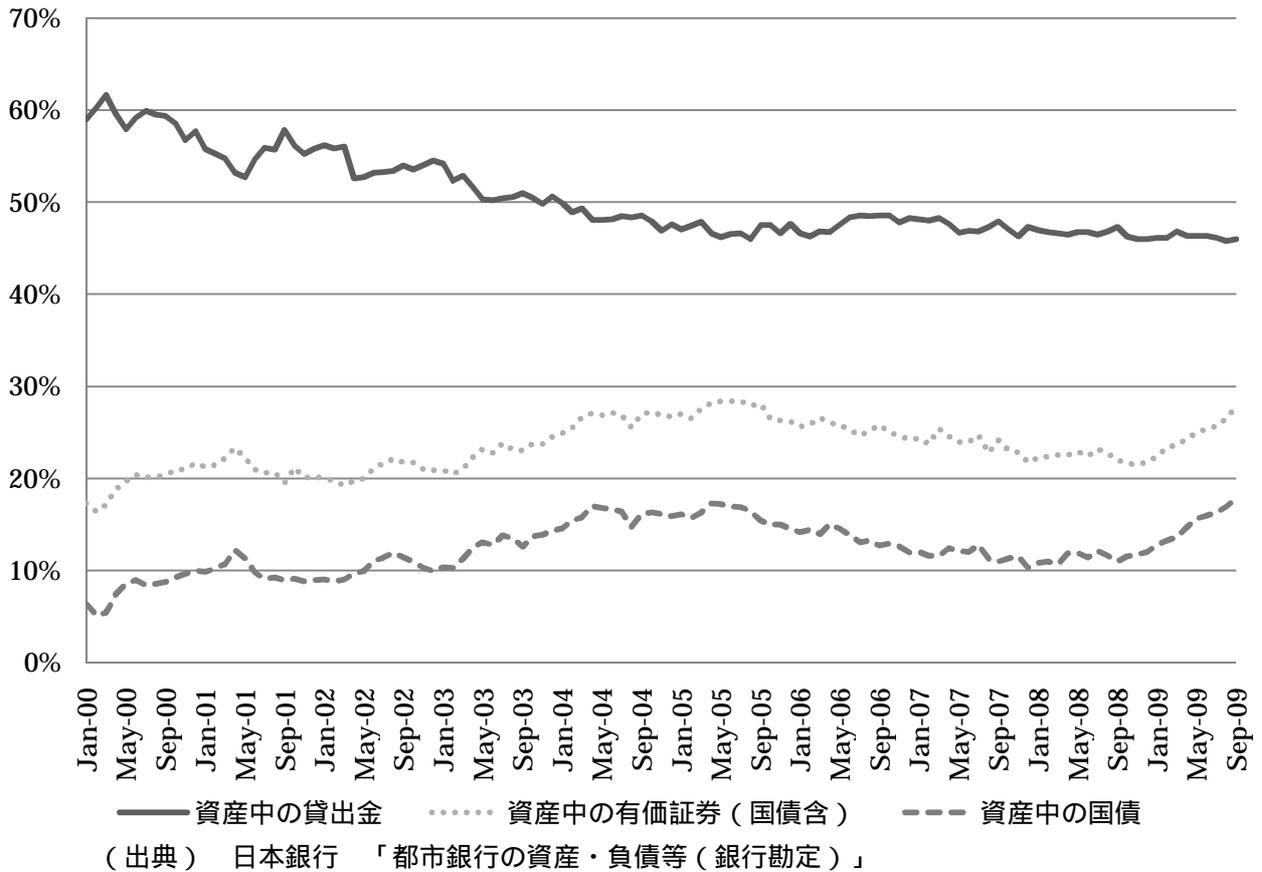
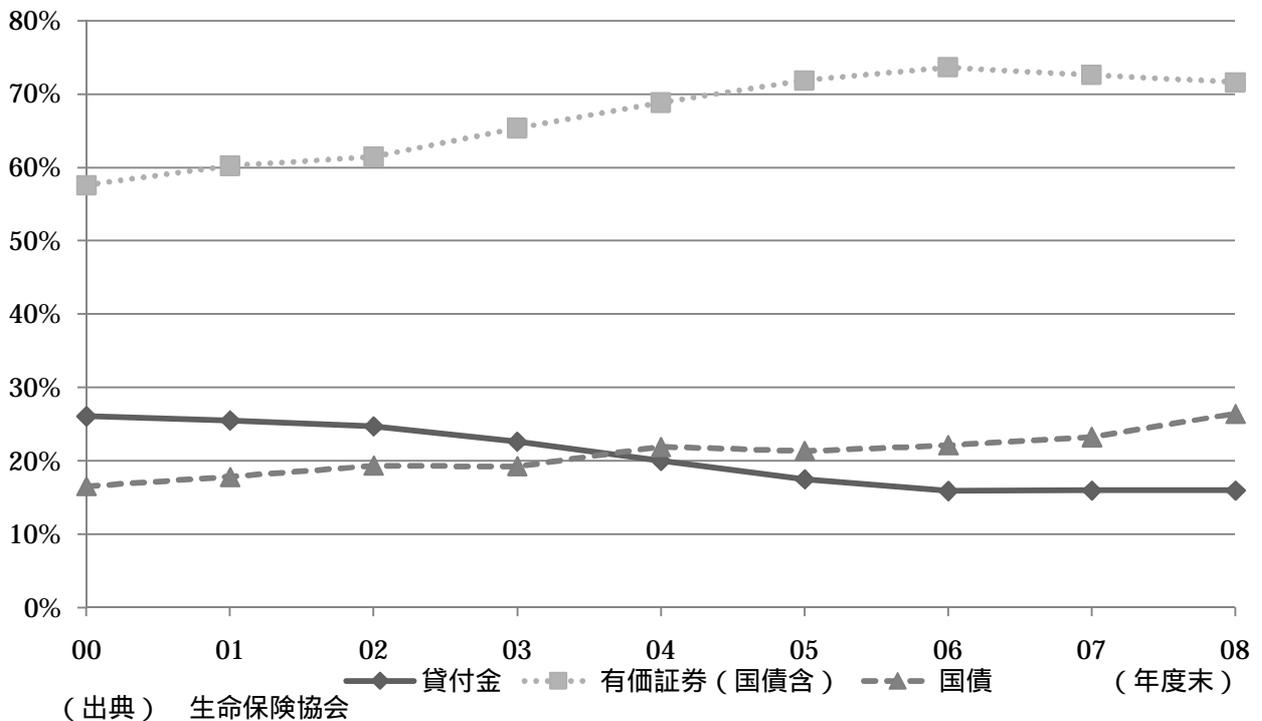


図 3 生命保険会社の資産構成の推移



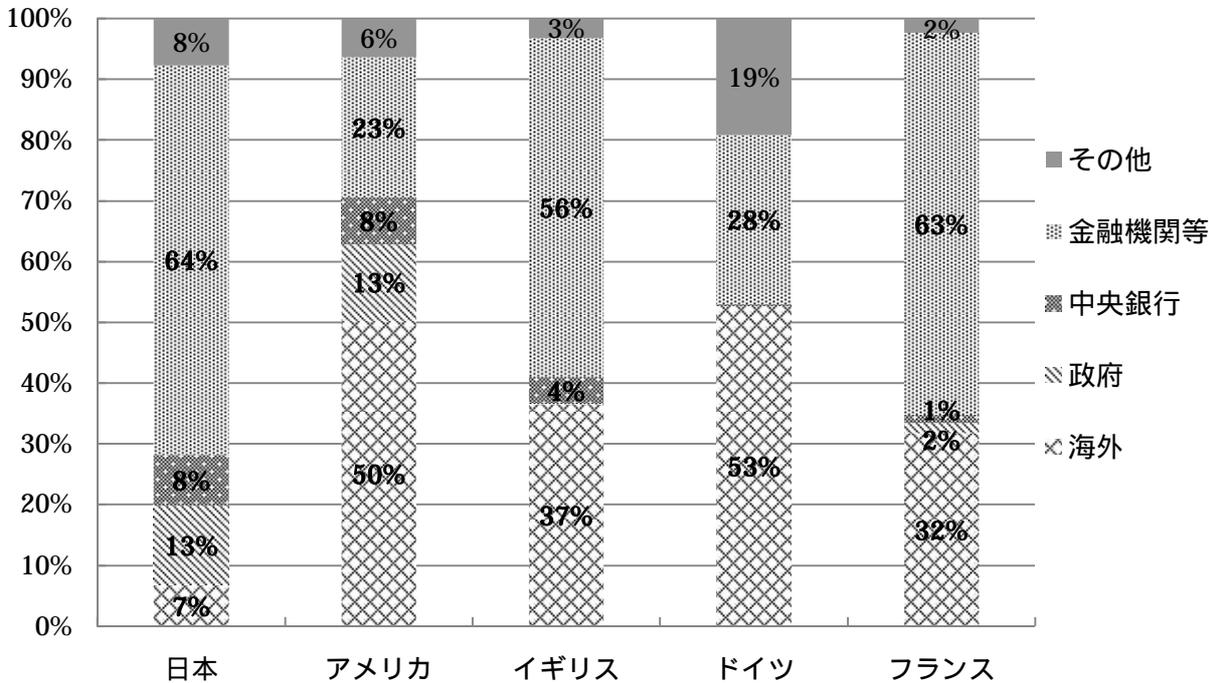
以上で示されるように、国内の主要な国債の引き受け手である都市銀行及び生命保険は、2000年度以降

貸付金を減らしている一方で、有価証券、特に国債の割合を大きく増やしていることが分かる。特に都市銀行は、2007年から2008年にかけては有価証券及び国債の割合は10%に近づいたものの、2009年以降は大きく割合が伸びており、直近の2009年9月時点では17.9%である。このように、景気の低迷による貸出減から、国債に対する投資額を伸ばしていることが分かる。

しかしながら、両者とも国債の保有割合が伸びつつある状況で、将来どの程度の割合まで国債を保有できるかは不透明である。また生命保険については、人口の減少が予想されることから、生命保険の契約高が減少し、投資の原資が減ると予想される。したがって、生命保険の国債の保有額は将来的には減少する可能性がある。以上から、国内投資家だけでなく、海外投資家にも販路を広げる必要があると筆者は考える。

そこで、海外投資家の国債保有割合の上昇の余地について、国債の海外投資家の保有割合との比較を以下に示す。

図4 主要各国の国債の保有主体ごとの保有額の割合



(出典) 財務省

このように、日本の海外投資家の保有割合は、主要国と比べると低い状態にある。したがって、海外投資家の保有割合を高めることができる余地はあるのではと考えられる。

1.4. 現在実施している海外投資家促進策

これまで財務省は、海外投資家の国債保有促進策として、海外投資家向け IR 活動を行ってきた。財務省理財局(2009)によれば、「平成17年1月以降、米国、欧州、アジア・太平洋、中東、北欧・ロシアにおいて国債に係る海外説明会(海外IR)を実施し、日本国債や経済・財政状況等について海外投資家に直接説明し、これらの理解を促すことに努めてきました。」としており、また続けて「こうした努力もあり、海外投資家の国債保有額は海外投資家の国債保有額は実施前と比較して着実に増加しています。」と、海外IRが投資家の保有率増加に寄与したと考えているとしている。事実、日本銀行 資金循

環統計によれば、2003年12月時点では約3.0%だった海外投資家保有率は、最も高いときで、2008年12月に約7.7%を示している。

ただ、「『一朝一夕に国債が買われるとは思っていないが、日本は実力以下に評価されている。まず日本に関心を持ってもらうことが重要』と指摘している。」⁸と財務省がするように、海外IR活動は一義的には、海外投資家に日本国債への理解を促すための方策である。そこで、海外IR以外に、海外投資家に日本国債を保有してもらうためには、海外投資家が積極的に購入したいという新商品を開発することが有効な策なのではないかと筆者は考える。上記の考え方から、以下では、海外IRとは別の側面として、国債の新商品の開発又は商品性を見直しという観点から保有促進策を検討する。具体的には、外貨建て国債、商品性を見直した物価連動債の両案について比較検討を行いたい。

2. 外貨建て国債発行案

2.1. 外貨建て国債に関する現状

まず、海外投資家に国債を保有してもらう手段として考えられるのが、外貨建ての国債を発行する方法である。日本では、1988年度以降、外貨建て国債の残高はゼロになっており、近年発行されていない。

発行しない理由として、財務省職員のヒアリングにおいて提示されたのは、「日本国債の長期金利の水準は低位安定的に推移しており、また、国内で十分に消化ができています。上記のような事情を考慮すれば、少なくとも現在では、外貨建て国債を発行するインセンティブは低いと考えています。」という理由であった。外貨建て国債の発行については否定的な意見があるが、海外投資家に国債を保有してもらうためには、単純な案として有効であるとも考えられることから、改めて以下に検討した。

2.2. 海外における外貨建て国債に関する現状

ここでは、外貨建て国債を発行している海外の事例として、韓国を取り上げたい。

韓国のStandard & Poor'sにおける外貨建て債の格付けは「A」であるが、今年4月に30億米ドル分の米ドル建て債を発行している⁹。この際、15億米ドルは5年物で米国5年債の表面利率+4%、のこり15億ドルは米国10年債の表面利率+4.375%の表面利率で発行している。

なお、韓国の場合、外貨建て国債を発行した背景として、金融危機と経済の後退を背景に2008年10月に10年物国債の札割れ(売れ残り)が発生、外貨不足といった経緯がある。

この韓国の事例において、購入した主体のどれほどが韓国国外からのものかは、現在のところデータが入手出来なかったが、米ドル建てであるため、海外投資家からのものが多いと推測される。

このように、札割れや外貨不足など、海外投資家による国債保有を促すことが目的ではないものの、表面利率を米国債より高く設定することにより、海外投資家からの需要を喚起することは可能だと考えられる。

2.3. 外貨建て国債を発行による負担の推計

ここで簡単に、仮に日本国債10年物を米国ドル建てで出す案を検討する。筆者としては、米国債よりも魅力的な商品として投資家を惹きつけるために、日本国債の米ドル建てでの利回りが米国債の金利を上回るように設定するとして、以下では検討する。民間格付け会社Standard & Poor'sによれば、日本

⁸ 毎日新聞, 2005.01.19, 東京朝刊, 9頁

⁹ “S.Korea raises \$3 bln in dollar debt sale”, Reuters, 2009年4月8日より
(<http://www.reuters.com/article/newIssuesNews/idUSHKKG26428920090408>)

国債の外貨建てでの格付けは「AA」である一方、米国債の格付けは最高の「AAA」である。また、米国債 10 年物の新発債の市場利回りは、ここ一年では 2%~4%の間となっており、直近一ヶ月ではおおよそ 3.2%~3.5%の間で推移している。加えて、発行体である日本政府からみれば、為替変動リスクを考慮した発行体からみた利回りは更に大きくなる可能性がある。つまり、利払い及び償還の金額が発行時の為替レートよりも大幅に円安になっている可能性があるため、その為替変動リスクを発行体である日本政府は考慮しなければならないということである。償還時に円安が進んでいるとすれば、日本国債を米ドル建てで発行した場合、円建てと見なして評価すると、直近の円建て日本国債の市場利回りである 1.2%~1.4%を大幅に超えることになる。

この仮定の下で、同額の国債を米ドル債および円建て債で発行した場合の日本政府の利払いの負担の差を考える。市場の利回りは発行時の価格に反映されるため、表面利率とほぼ同じであると考えれば、仮に発行体としての市場利回りが 4%とすると、直近の円建て日本国債の市場利回りの 1.2~1.4%と比較して、2 倍以上の利払いが発生することになる。

2.4. まとめ

日本国債を米ドル建てで、米国債の金利を上回るように設定すれば海外投資家を引きつけることは可能であろう。他方、この手法では、米国債の市場利回りに上乗せする金利及び為替リスクを考慮すると、2 倍以上の利払い費が発生する可能性があるため、現時点で発行を行う必要性は小さいと考えられる。

3. 元本保証を付与した物価連動債発行案

3.1. 物価連動債を海外投資家の保有促進策として提案する理由

次に、既存の国債の中で、海外投資家にとって需要が最もあると考える物価連動債による保有促進策を考えてみる。

海外投資家の保有促進策として、元本保証を付与した物価連動債を提案する理由は以下の通りである。現状の元本保証がない物価連動債は、主に海外投資家によって保有されていたと言われている。したがって、海外投資家には物価連動債に対する一定のニーズがあると考えられるため、元本保証を付与することで、国内投資家の需要を喚起しつつも、既存の固定利付債の市場よりも多くの割合の債券を海外投資家に保有してもらうこと、および安定的な市場の創出ができるのではないかと考えるためである。

市場規模の観点から言えば、日本国債全体の発行額に占める物価連動債の発行額は 2008 年度で 1.4%（2009 年度は 0.2%）と、10 年債の固定利付債の 2008 年度発行額の 21.4%に比べて小さいため、物価連動債が海外投資家に多く保有されたとしても短期的には海外投資家の保有率の増加には繋がらない。ただ、イギリスのように発行額全体の 15%超、フランスの 14%超というように、物価連動債が大きなマーケットになっている国もあり、日本においても同様に物価連動債のマーケットが大きく育つ可能性はあり、長期的には海外投資家の保有促進に寄与する可能性はあると思われる。

また、国内の投資家は、過去 10 年以上、安定的な物価上昇を経験しておらず、物価連動債によるインフレ・ヘッジが十分に浸透しなかったが、海外投資家は物価連動債をインフレ・ヘッジの一般的なツールの一つとして認識していることから、円建ての物価連動債に一定の需要を見込むことができると考えられる。

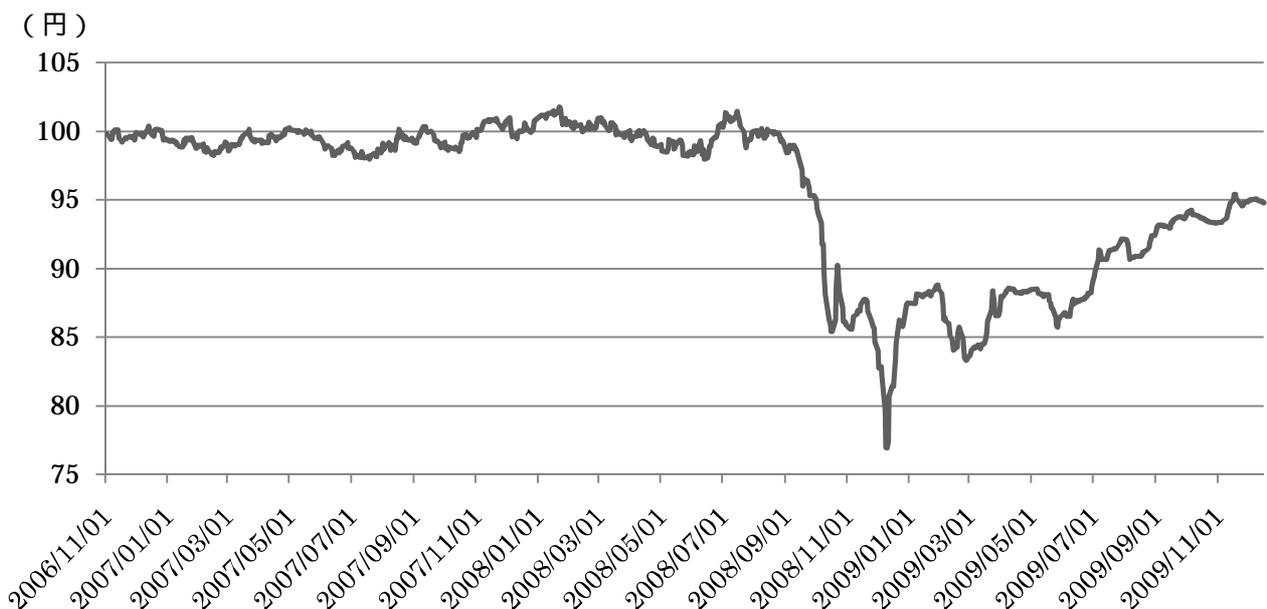
3.2. 物価連動債とは

物価連動債とは、物価の変動を額面と利払いに反映した商品である。日本の物価連動債は、2003 年度から発行を開始している。商品性としては、消費者物価指数（生鮮食品除く、以後コア CPI と呼ぶ。）の上昇に伴い、想定元金が上昇する仕組みになっている。また固定された利率を想定元金に掛け合わせて利払いが行われ、償還金額は償還期の想定元金になる。従って、物価上昇に強い商品であるが、現在のような物価の下落時には元本割れの可能性がある商品性となっている。

3.3. 日本の物価連動債の現状

物価連動債は、以前は海外投資家が多く割合を所有していたと言われている¹⁰が、現在、海外投資家は金融危機の影響で手放してしまっている状況にある。さらに、国内投資家がもともとあまり保有しておらず、また海外投資家が手放した際には国内投資家が買わなかったために価格が急落し、海外投資家は大きく損失を出したと言われている。このような状況のもと、以下に示すように物価連動債市場は需給の不一致を起こして大きく値崩れを起こしている。

図 5 10 年物価連動債第 9 回債の値動き



(出典) bloomberg

そして現在、日本の物価連動債は発行停止の状態にある。具体的には、2008 年 10 月以降発行を停止しており、また 2009 年度下半期には 3,000 億円分を発行予定だったものの、2009 年 10 月には、年度内の発行を取りやめる方針を出している¹¹。特に、先にも述べたように、「物価連動債と変動利付債を巡っ

¹⁰ たとえば、北村(2006)には、「これまでの他の物価連動債発行国での経験から、外国の機関投資家の購買意欲が強く、少なくとも 7-8 割は外国機関投資家からの需要と供給で動いていると言われている。」とある。また、財務省理財局が市場との対話のために行っている国債市場特別参加者会合（第 34 回）での市場関係者の発言では、2004 年 6 月時点で「今後の国債の安定消化を考えると、物価連動国債のような海外投資家のニーズが強い商品を増発していくことは重要ではないか。」という発言がある。

¹¹ 「平成 21 年度国債発行計画を変更することとしました」、財務省、2009 年 10 月 30 日

ては、昨秋の国際金融市場の混乱で海外投資家が資金を引き揚げたことから価格が急落。」¹²したことが大きな原因であると考えられる。

3.4. 物価連動債の問題点と海外投資家からの要望

現在、国内・海外投資家から物価連動債の商品性の見直しを求める声が出ている。物価連動債市場は国内投資家が不在だったために、金融危機時に海外投資家が手放した時に代わりの買い手があまりつかなかったと言われている。そこで、海外投資家の要望に応え、さらに、国内投資家からの需要も喚起することができれば、海外投資家にも販路を広げることができると筆者は考える。財務省職員のヒアリングによれば、昨年秋以降の IR 活動では、海外投資家から物価連動債に対するコメントが多く寄せられているとのことであった。財務省に海外投資家から寄せられたコメントの概要は以下のとおりである。

その一つが、元本保証の付与についてである。海外投資家としては、コア CPI 前年比がマイナスと予想されている現状では物価連動債を購入することは不利と考えているということであろう。また、元本保証をつけることによって、国内投資家が購入するインセンティブを増し、現在手元に残っている物価連動債の売却を円滑に進めたい、また国内投資家が積極的に購入する商品になれば流動性に厚みが増すため、フェアバリューが形成され、売買が行いやすくなるという意図があると思われる。

もう一つは、国内投資家不在の現状についてである。先に述べたように、海外投資家が損失を出した大きな理由が、物価連動債市場に国内投資家が不在だったことが挙げられる。コアとなるような国内投資家がいなく、流動性に問題を抱えていると海外投資家は考えていると思われる。

3.5. 元本保証の付与の検討

ここでは、海外投資家の一部から要望されている元本保証について検討する。元本保証がない場合、現状のように物価連動債において参照されるコア CPI の前年同月比がマイナスであると、想定元金が目減りすることになるので、元本割れを起こす可能性が出てくる。したがって、元本保証がない場合には投資家はデフレ下における元本割れのリスクを負わなければならない。元本保証を付与することにより、投資家が負っていた元本割れのリスクがなくなることで、投資家にとってリスクの少ない商品にすることが出来る。

物価連動債と元本保証に関する海外の事例を見てみたい。

物価連動債に対しては、元本保証が付与されている国とそうでない国がある。著者が確認できた範囲では、物価連動債を発行している国のうち、元本保証を付与しているのはアメリカ・フランス・ドイツ・スウェーデンであり、付与していないのは、日本以外ではイギリス・カナダであった。なお、スウェーデンは元本保証がない物価連動債を過去発行していた。したがって、必ずしも元本保証をつけるべき、つけるべきでないという決定的なことは決まっていないうである。

海外の物価連動債の事例として、現在の日本の状況と似た状況にあったのが、スウェーデンの事例である。国の債務管理の在り方に関する懇談会の第 19 回にパークレイズ・キャピタルから提出された資料（以下、パークレイズ・キャピタル(2009)）には、スウェーデンにおける物価連動債に関する取り組みについての調査がある。以下、この点についてまとめる。

スウェーデンでは、1998 年ごろ、現在の日本と同様と同様な物価連動債に関する問題を抱えていた。

¹² 「物価連動債 年内の発行取りやめ」、日経新聞, 2009 年 10 月 23 日

すなわち、

- 国内需要の不足
- 流通市場の価格の不安定
- 流動性欠如

の3つである。

スウェーデンはこの対処として、以下のような取り組みをした。

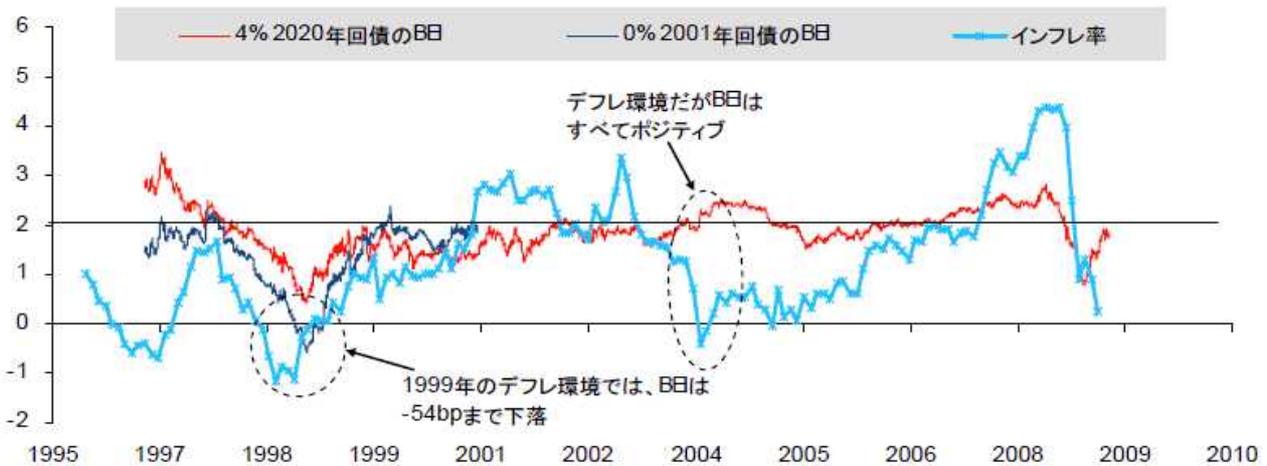
- 国内投資家の参加率の上昇について
 - 投資家が人気の低いゼロ・クーポン債から利付き物価連動国債に乗り換えるためのスイッチオーバークションの導入
 - 入札直後、プライマリー・ディーラーを通じて個人投資家が購入することを認める
 - 個人投資家向け物価連動国債の導入
 - 年金基金は「満期保有目的」勘定で保有することが可能
- 流通市場の価格の不安定について
 - 1999年4月以降発行する全ての物価連動国債の元本支払いに対するデフレ・フロアの付加
 - 元本保証無し物価連動国債から元本保証付き物価連動国債に乗り換えるためのスイッチオーバークション導入
- 流動性の欠如に対して
 - 必要に応じて流動性を供給するための買い戻し入札の導入
 - 新しい物価連動債ディーラー制度と手数料制度の導入
 - 入札前に固定的な発行予定額ではなく、目標金額帯を公表、各入札での発行額に柔軟性を導入

このような取り組みの結果、スウェーデンの国債発行残高に占める物価連動債の割合は2008年度には20%に達したとしている。

特に、流通市場の価格の安定性について見てみたい。以下に、元本保証付与前後のブレイク・イーブン・インフレ率¹³（以下、BEI）の推移を示す。

¹³ BEIは、同年限の固定利付債の市場利回りと物価連動債の利回りの差であり、理論的には市場における期待インフレ率を表している。本当の将来におけるインフレ率が正であるとして、市場が効率的でなくBEIが負であるならば、物価連動債の実質利回りが固定利付債の実質利回りよりも低く、物価連動債を購入することがリターンの面からは比較的悪い選択肢ということになる。

図 6 元本保証付与前後の BEI の 推移



(出典) バークレイズ・キャピタル (2009)

以上に示したように、1999年のデフレ環境下ではBEIはマイナスになっている一方で、2004年のデフレ環境下においては、BEIはプラスになっていることが分かる。

以上、バークレイズ・キャピタル(2009)から抜粋してスウェーデンの事例を解説した。スウェーデンが現在の日本と同様の問題の克服には、元本保証の付与を含めた一連の物価連動債に関する改革が寄与したと考えられることがわかる。

3.6. 国内投資家からの需要について

前にも述べたとおり、国内投資家の物価連動債に対する需要は非常に小さいという現状がある。その原因としては、例えば、ALMの観点から、「国内銀行の負債は預金で物価に連動しないし、生命保険も物価に連動しない商品しかない。」¹⁴というように、負債が物価に対応していない現状では物価に連動する資産をもつインセンティブが小さいということが挙げられる。

ただ、今後も全く国内投資家から物価連動債の需要が見込めない訳ではない。年金基金としては世界最大の運用規模をもち¹⁵、2009年9月末での運用資産額も122兆1007億円¹⁶と巨額であることから、国内投資家の投資行動に強い影響力を持つ年金積立金管理運用独立行政法人(以下、GPIF)は、第29回運用委員会において、物価連動債の保有に関する議論を行っている。ここでは、GPIFの事務局からは、「(インフレと負債の関係、運用の本来の目的が賃金上昇率プラスアルファであること等から、物価の変動にリンクしたリターンの確保と、インフレによる国内債券の短期的キャピタルロスのヘッジを目的として、物価連動債への投資が考えられること、また、市場規模が小さく、元本保証等の商品性の見直しの動きもあり、これらの状況を見極めてから、徐々に投資を始めてゆく方向感が出てくる旨を説明)」という説明がなされている。出席した委員からは、「私はどう考えてもメリットがよく理解出来ない。一つは市場規模の問題から本当にこれをやる方がメリットがあると明確にいるかどうか分からない、一つは市場規模の問題から大きな規模はできないということははっきりしている。(以下省略)」というよ

¹⁴ 国債市場特別参加者会合(第20回)、2009年3月14日より

¹⁵ “Japan GPIF: rate of return narrows in July-Sept”, Reuter, 2009/11/27の記載による

¹⁶ 「年金積立金管理運用独立行政法人 平成21年度第2四半期運用状況」, GPIF, 2009/11/27。

なお、このうち市場運用分が98兆7197億円、財投債が時価で23兆3810億円である。

うな否定的な意見もあるが、「私自身は物価連動債への投資を行うことについて肯定的ではあるが、ただ、事務局が示している考え方が、論理というか、理屈として少し違うように思う。(以下省略)」というように物価連動債の活用自体には肯定的な意見も見られる。

したがって、現段階では GPIF は物価連動債の購入については立場を決めてはいないが、今後の物価連動債市場の商品性如何では、国内投資家に強い影響力を持つ GPIF からの投資も考えられる。そのためには、元本保証などの商品性の見直しを通して、物価連動債市場の拡大に取り組んでいくことが望ましいと考えられる。

3.7. まとめ

以上で、元本保証付きの物価連動債を発行することによる海外投資家の国債保有促進策の検討を行った。問題点としては、過去に海外投資家は需給の不一致のために損失を出したと言われているため、元本保証を付与しても、国内投資家の需要が出てこないかぎりには購入を控える可能性があるということである。

しかし、過去のスウェーデンのように、元本保証の付与によって価格を安定させ、国内投資家の需要も喚起できる可能性がある。そうすれば流動性が高まり、海外投資家が購入しやすい商品となるだろう。

4. 結論

今回海外投資家の国債保有促進策として、外貨建て国債発行案、および元本保証付き物価連動債の 2 案を検討した。外貨建て国債発行案は、発行コストが現状の 2 倍以上に大きくなる可能性があり、従って現時点で行う必要性は小さいとした。一方で、元本保証付き物価連動債発行案は、国内需要が拡大していくにつれて海外投資家からの需要も拡大すると考えられ、保有促進策として有効であるとした。

外貨建て国債案は、海外投資家への保有を促進することを目的とするならば、容易に実行できる手段ということが出来るだろう。ただし、海外投資家の需要を引きつけるには、米国債よりも高い市場利回りにするような設定にしなければ、投資家を誘引できない可能性がある。また、為替変動に伴うリスクもあるところ、発行体としての日本政府の負担は現在の円建ての固定利付き債に比べて大きくなってしまいう可能性もある。したがって、外貨建て国債発行は、利払い費が非常に高くなる可能性があり、現時点では発行するべきではない。

一方で、元本保証付き物価連動債の発行は海外投資家の保有促進により寄与できると考えられ、したがって取り組んでいくべきであると考えられる。確かに、外貨建て国債の発行の様に、すぐさま海外投資家の国債保有促進に繋がるとは考えにくい。しかし、以前には海外投資家から一定の需要があったこと、現在も IR 活動から海外投資家から商品性等について要望がでてきていること、国内の投資家は、過去 10 年以上、安定的な物価上昇を経験しておらず、物価連動債をインフレ・ヘッジのツールとして十分に浸透していなかったが、海外投資家はそうではないと考えられることから、物価連動債に対する需要はあると考えられること、以前は不在であった国内投資家にも、元本保証などの取り組みによって需要を拡大していくことができるのではないかと考えられること。以上の理由から、需要が拡大した結果、物価連動債の流動性が高まり、海外投資家がより購入しやすい環境になる可能性もあるなど、外貨建て国債と比べても、海外投資家の保有促進策としては有効であると考えられる。

参考文献

【英語文献】

- Blanchard, O., J.-C. Chouraqui, R.P. Hagemann and N. Sartor (1990) "The sustainability of fiscal policy: New answers and to an old question", OECD Economic Studies 15
- Christian Broda, David E. Weinstein (2004) "Happy news from the dismal science: regressing Japanese fiscal policy and sustainability", NBER working paper series
- OECD (2009) "Economic Survey of Japan, 2009"
- The staffs of International Monetary Fund and the World Bank (2001) "Guidelines for Public Debt Management" (<https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>)

【日本語文献】

- 北村行伸 (2006) 「国債流通市場における情報に基づく物価連動債の評価」, 2006年11月30日, (<http://www.ier.hit-u.ac.jp/~kitamura/PDF/P28.pdf>)
- 財務省理財局 (2009) 「債務管理レポート 2009 - 国の債務管理と公的債務の現状 - 」
- 須藤時仁 (2004) 「国債管理政策の新展開 - 日米英の制度比較 - 」, 日本経済論評社
- 土居丈朗 (2006) 「政府債務の持続可能性を担保する今後の財政運営のあり方に関するシミュレーション分析 - Broda and Weinstein 論文の再検証」, RIETI Discussion Paper Series (<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/06j032.pdf>)
- バークレイズ・キャピタル(2009), 「海外と日本の物価連動国債市場の現状と課題について」, 国の債務管理の在り方に関する懇談会第19回資料 (http://www.mof.go.jp/singikai/kokusai/siryou/d210624_3.pdf)